民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 11 月 04 日

客户观点反馈

客户认为目前市场是存量博弈的市场。短期内市场缺少大资金流入的渠道，再叠加今年以来大规模的新股发行，对市场的抽血效应比较严重，短期震荡博弈。重点关注低估值周期股和景气度持续向好的方向，如新能源汽车、工程机械，军工以及消费电子等板块。

行业观点

【民生金融】解读《网络小额贷款业务管理暂行办法》：网络小贷办法发布，监管补短板控风险（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075）

网络小贷业务管理办法出炉。11 月 2 日人行和银保监会联合发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》。总体看，新规的监管尺度明显收紧，合规门槛提升。文件精神契合上周末金稳会对于金融科技的指导意见，即“要加强监管，依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险”。

跨省网贷业务的监管权上收，牌照三年一审。跨省网贷业务的监管权从地方金融局上收到了银保监会。新规明确小贷公司的跨省网络小贷业务由国务院银行业监督管理机构批准，牌照三年一审。这也意味着现有的跨区经营网络贷款业务的小贷公司都需要重新接受银保监会的审批才能获取业务资质。

新增单户网络小贷金额上限。新规要求对自然人的单户网络小贷金额不超过 30 万元，不超过最近 3 年年均收入的三分之一，该两项金额中的较低者为贷款金额最高限额。新规罕见地设置了和收入相关的贷款上限。如果小贷公司要获取借款人的收入信息，贷款流程将更加复杂化。

联合贷款出资将有最低比例限制。新规要求在单笔联合贷款中，经营网络小贷业务的小贷公司的出资比例不得低于 30%。如果该规定落地，那么可能会削弱小贷公司的放贷能力。不过根据文件表述，纯客户导流的助贷模式可能并不受该条款的约束。这能一定程度降低小贷公司的转型压力。

引入“两参或一控”的要求。新规对参股和控股跨省经营网络小贷业务的小贷公司，引入了传统金融机构“两参或一控”的要求。对于控股一家以上跨省经营网络小贷业务的集团来说，未来要进行必要的股权结构调整。对小贷公司从控股到参股的转变或导致集团并表范围发生一定的变化。

投资建议：把握零售标的

监管力度升级，提前防控系统性风险，能够长期利好小贷行业的平稳发展。对于小贷公司个体来说，合规是基础性问题，但是决定业绩成长性的还是战略的大方向。拥有多个金融牌照的大型金融集团可以在贷款牌照上进行必要地调整，来降低转型期的阶段性费用支出。在板块方面，小微零售业务是金融业长期转型方向，下半年消费需求复苏态势明朗，建议积极把握优质零售标的，推荐兴业银行、招商银行、江苏银行、常熟银行。

风险提示：

疫情二级冲击、经济复苏不及预期

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生金融】解读《网络小额贷款业务管理暂行办法》：网络小贷办法发布，监管补短板控风险

【民生传媒】三七互娱（002555.SZ）2020 三季报业绩点评：研发持续加码，静待 21 年品类突破之作推出

【民生电新】隆基股份（601012）2020 三季报点评：业绩符合预期，市占率持续提升

【民生电新】阳光电源（300274）2020 三季报点评：业绩超预期，海外逆变器销量大增

● 个股观点

【民生传媒】三七互娱（002555.SZ）2020三季报业绩点评：研发持续加码，静待21年品类突破之作推出（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

一、事件概述

公司 10 月 31 日发布三季报，2020Q1-Q3 实现营业收入 112.89 亿元，同比增长 18.09%；归母净利润 22.60 亿元，同比增长 45.27%；扣非归母净利润 19.51 亿元，同比增长 37.65%；经营活动现金流量净额 24.44 亿元，同比增长 28.82%。其中 20Q3 实现营业收入 33.01 亿元，同比下降 5.39%；归母净利润 5.60 亿元，同比增长 7.22%；扣非归母净利润 4.86 亿元，同比增长 3.87%；经营活动现金流量净额-602 万元，同比下降 100.47%。

二、分析与判断

业绩短期承压，不改长期向好趋势。公司 20Q3 实现营业收入 33.01 亿元，同比下降 5.39%，主要原因是报告期内市场新游集中上线，争夺玩家付费，导致公司老游戏流水增速下降；同时公司新游上线进度不及预期，新游流水贡献减少，公司业绩短期承压。从公司现有游戏产品体系来看，传统 ARPG 游戏《一刀传世》《精灵盛典》等流水保持稳定；二季度上线新游《云上城之歌》流水表现良好，热度持续提升；四季度及明年有核心 ARPG《荣耀大天使》与卡牌游戏《斗罗大陆 3D》等重磅新游上线，预计将为公司贡献大量流水；此外，公司有品类丰富的产品储备，包括 ARPG、MMORPG、SLG、卡牌等多个游戏品类。随着公司新游稳步上线，有望带动未来业绩的提高。

买量市场竞争加剧，但公司保持强大竞争力。公司 20Q3 经营活动现金流量净额-602 万元，同比下降 100.47%，系公司在三季度末提前预付四季度互联网流量采购款所致。国内游戏厂商加大互联网流量的采买力度，部分手握优质内容的 CP 倾向于绕过传统渠道，通过垂直渠道（bilibili、taptap）+买量的方式进行游戏发行，这导致买量市场的竞争加剧，流量需求快速增长，买量成本上升。短期内会造成公司销售费用存在上升压力。但公司深耕游戏买量领域多年，有丰富的游戏买量经验和成熟的销售体系，在“量子”和“天机”的帮助下相较于新进入的 CP 有更强的精准买量和成本控制的能力，公司在游戏买量市场依然保持有强大竞争力。

持续研发投入，多元化策略初见成效。公司持续加大游戏研发的投入，打造研运一体，2020Q1-Q3 研发费用较去年同期增加 3.41 亿元，同比增长 102.5%。公司在产品类别、题材及数量方面均做了充分储备，产品矩阵囊括 ARPG、MMO、卡牌、SLG、模拟经营等不同类型，覆盖魔幻、仙侠、都市、青春校园、女性向等不同题材。同时公司不断拓展自身游戏矩阵，公司储备的自主研发产品包括：《代号 NB》、《斗罗 3D》等;其中《斗罗 3D》为 IP+卡牌玩法，相较过去的游戏有望在美术与建模技术上做出较大突破。储备的国内代理产品包括：仙侠游戏《代号 JZ》跟《代号 XN》，模拟经营游戏《代号 RS》，MMORPG 游戏《代号 GC》以及女性向游戏《一千克拉女王》。公司的多元化经营策略已初见成效，看好随着公司未来不断加大研发投入，打破现有依靠单一 ARPG 产品维持业绩增长的品类局限，拓展产品边界，实现营业收入的持续增长。

三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年能够实现每股收益 1.39/1.68/1.96 元，对应 PE 分别为 22X、18X、15X。我们看好公司目前头部游戏的流水持续性叠加新游上线增厚公司业绩，同时未来销售费用下滑进一步释放利润，目前公司 PE（TTM）处于 17 年以来 21.48%分位数，维持 “推荐”评级。

四、风险提示：

新游未如期上线，游戏流水不达预期，海内外游戏政策监管风险。

【民生电新】隆基股份（601012）2020三季报点评：业绩符合预期，市占率持续提升（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

公司 10 月 31 日发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 338.32 亿元，同比增长 49.08%，归母净利润 63.57 亿元，同比增长 82.44%。公司第三季度实现营收 136.91 亿元，同比增长 59.53%；归母净利润 22.40 亿元，同比增长 51.93%。

二、分析与判断

硅片业务盈利向好，大尺寸结构持续优化。公司前三季度硅片出货约 67 亿片，其中外销 40 亿片；Q3 硅片出货约 27.8 亿片，其中外销约 15.7 亿片。受 7 月新疆地区硅料企业事故及 8 月四川洪水影响，硅料环节供应短缺催化价格持续上涨，但公司在三季度前锁定一批低价硅料，同时多次跟进提价并公告按硅料价格变动±3 元/kg，调整硅片价格±0.05 元/pc，部分抵消硅料价格波动影响，毛利率环比提升 4%-5%。目前公司已按计划完成 166 大尺寸的产能切换，稳步推进 182 大尺寸产能改造，预计三季度 166 尺寸出货占比超过 40%，随着四季度 182 尺寸开始小批量出货，以及 166 尺寸出货占比继续提升，公司盈利能力有望进一步增强。

组件业务短期利润承压但份额快速提升，Q4 有望企稳回升。公司前三季度组件出货约 12.7GW，其中 Q3 组件出货约 5.9GW。受产业链原材料价格快速上涨影响，组件业务面临较大盈利压力，毛利率环比有所下滑。目前组件价格维持在 1.6 元/W 上下浮动，公司一体化成本优势显现，市场份额有望进一步提升。此外，随着 Q4 光伏装机最强旺季来临，叠加国内硅料厂陆续全面复产，Q4 组件业务盈利水平或将企稳回升。

多举措保障原材料供应稳定，产能扩张加速。公司于 9 月 25 日与通威股份签订战略合作协议，每年双向优先保障 10.18 万吨多晶硅料交易量并进行投资合作。此外，公司与部分一线硅料厂商签订长单，目前已基本锁定明年约 70%的硅料供给。对于紧缺的玻璃环节，公司积极与主流光伏玻璃厂商签订长单，并与第二梯队厂商加强合作，多措并举稳定原材料供应。今年公司产能扩张积极推进，预计年底硅片产能将达到 75GW 以上，组件产能 40GW 以上，行业龙头地位持续巩固。

费用控制较好，Q3 经营性现金流大幅改善。公司前三季度期间费用率为 5.74%，同比下降 2.48%，费用控制较好。其中，销售费用率同比下降 2%，管理费用率同比持平，财务费用率同比下降 0.55%。Q3 经营性现金流 59.21 亿元，同比大幅增长 273.01%，主要是由于组件预收款大幅增加，以及银行承兑汇票到期兑付回款增加。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 85.80、104.70、139.21 亿元，同比增长 62.5%、22.0%、33.0%，EPS 为 2.27、2.78、3.69 元，对应估值 33、27、21 倍 PE，参考 CS 光伏板块 TTM 估值 97 倍，考虑到公司的龙头地位和长期成长空间，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

【民生电新】阳光电源（300274）2020三季报点评：业绩超预期，海外逆变器销量大增（于潇，分析师 S0100520080001，021-60876734）

一、事件概述

10 月 30 日，公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 119.09 亿元，同比增

长 65.77%；归母净利润 11.95 亿元，同比增长 115.61%；扣非净利润 10.84 亿元，同比增长 133.62%。其中第三季度实现营收 49.67 亿元，同比增长 82.50%；归母净利润 7.49 亿元，同比增长 237.79%；扣非净利润 6.73 亿元，同比增长 279.16%，业绩大超市场预期。

二、分析与判断

海外逆变器出货量大增，盈利有望持续向好。前三季度光伏逆变器业务预计实现收入约 46 亿，净利润约 7 亿。受益于海外渠道建设不断完善，公司海外收入占比持续提升，今年来欧洲及东南亚市场开始发力，贡献业绩增量，美国市场份额稳居前列，积极抢占华为因元器件断供、对美出口受限等因素让出的市场。前三季度逆变器出货预计约 21GW，其中海外出货约 15GW。公司目前产能在 20-30GW 左右，随着阳光产业园二期开建及印度工厂扩产，明年产能有望达到 40-50GW。目前组串式逆变器出货占比已超过 50%，随着产能逐步释放，公司出货结构及成本将进一步优化，盈利有望持续向好。

电站集成业务盈利企稳回升，储能业务保持高增态势。受疫情影响，上半年电站集成业务毛利率 7.27%，同时下半年产业链价格波动加剧，公司积极采取措施，减小相关风险，预计 Q3 电站集成业务实现收入 19-23 亿元，毛利率恢复至 15%以上。公司储能业务保持高速增长，在北美工商业储能及澳洲市场户用光储系统市场份额均超过 20%，预计 Q3 收入在 2.5 亿元左右，同比环比均大幅增长，全年有望实现收入 10 亿元以上。

费用控制出色，净利率大增，经营现金流大幅改善。前三季度毛利率/净利率为 24.79%/10.17%，同比增加 -1.04/+2.19pct；其中 Q3 毛利率/净利率为 30.96%/15.23%，同比增加+8.64/+6.66pct，环比增加+13.48/+9.47pct。前三季度期间费用率为 14.01%，同比下降 1.96pct；其中销售/管理/研发/财务费用率为 6.16%/2.62%/4.39%/0.85%，同比增加-1.48/-0.71/-1.14/+1.37pct，其中财务费用率大幅增加主要系汇兑损失增加。受益于回款改善，前三季度经营活动产生的现金流量净额 5.08 亿元，同比增加 164.75%。

三、投资建议

由于公司三季度业绩大超预期，海外出货高速增长，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 19.56、26.93、34.90 亿元（此前预测为 2020-2022 年 11.53、14.43、17.58 亿），同比增长 119%、38%、30%，EPS 为 1.34、1.85、2.40 元，对应估值 29、21、16 倍 PE，参考 CS 光伏板块 TTM 估值 97 倍，考虑到公司的长期成长空间，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外疫情持续时间超预期，光伏行业装机增长低于预期，行业竞争超预期。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。